

学校编码: 10384

分类号: _____ 密级: _____

学 号: 9612021

UDC: _____

学 位 论 文

我国可转换公司债券价值分析与现实思考

何 旭 晖

指导教师姓名: 郑鸣副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称 : 货币银行学

论文提交日期: 1999 年 4 月

论文答辩日期: 1999 年 5 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 1999 年 月

答辩委员会主席：

评 阅 人 ：

1999 年 4 月 14 日

厦门大学博士论文摘要库

目 录

| | | |
|--------------------------|-------------|--------|
| I、我国资本市场的新品种 | 可转换公司债券 | 第 1 页 |
| 一、可转换公司债券及其产生与发展 | | 第 1 页 |
| 二、我国资本市场可转换公司债券的现状 | | 第 2 页 |
| 三、当前引入可转换公司债券的理论意义 | | 第 3 页 |
| II、可转换公司债券的主要特征和基本要素 | | 第 5 页 |
| 一、可转换公司债券的主要特征 | | 第 5 页 |
| 二、可转换公司债券的基本要素 | | 第 6 页 |
| 三、可转换公司债券的特殊价值 | | 第 8 页 |
| III、可转换公司债券的价值分析 | | 第 12 页 |
| 一、可转换公司债券投资价值分析 | | 第 12 页 |
| 二、可转换公司债券的风险分析 | | 第 17 页 |
| 三、赎回、回售条款对可转换公司债券价值的特殊意义 | | 第 19 页 |
| IV、我国可转换公司债券的现实思考 | | 第 22 页 |
| 一、我国可转换公司债券的失败典型 | 宝安可转换公司债券 | 第 22 页 |
| 二、我国第一只规范的可转换公司债券 | 南宁化工可转换公司债券 | 第 24 页 |
| 三、我国资本市场可转换公司债券试点的特殊性 | | 第 29 页 |
| 四、我国降低可转换公司债券风险的制度设计 | | 第 33 页 |

主要参考文献

1. 马忠智、吕益民,《可转换公司债券发行与交易实务》,人民出版社(1996)
1. 张亦春,《证券市场与投资技巧》,中国发展出版社(1992)
1. 邱华炳,《新加坡证券市场与投资分析》,译林出版社(1993)
1. 郑振龙,《各国股票市场比较研究》,中国发展出版社(1996)
1. 国务院证券委员会,《可转换公司债券管理暂行办法》(1997-3-25)
1. 中国证券报,《南宁化工可转换公司债券募集说明书》(1998-7-30)
1. 上海证券交易所市场服务部,《证券政策法规汇编》(1998)
1. 《中国证券报》,1991~1999.3
1. 《上海证券报》,1991~1999.3
1. (美)弗兰克·法博齐、弗郎哥·莫迪利亚尼,《资本市场:机构与工具》,经济科学出版社(1998)
1. (美)本顿·E·盖普,《投资经济学》,上海译文出版社(1992)
1. (美)威廉·F·夏普等,《投资学》(上、下),中国人民大学出版社(1998)
1. (美)约翰·赫尔,《期权、期货与衍生证券》,华夏出版社(1997)
1. 陈云贤,《风险收益对应论》,北京大学出版社(1998)
1. 李刚剑等,《可转换公司债券的融资与投资》,中国财政经济出版社(1998)
1. 汤美祥、许耀钧,《现代证券理论》,中国纺织大学出版社(1996)
1. 周立,《金融衍生工具发展与监管》,中国发展出版社(1997)
1. 曲迎坡,《金融投资》,西南财经大学出版社(1997)
1. 王晓群、陆朴瓠,《金融投资风险论》,上海远东出版社(1995)
1. 王爱俭,《金融创新工具交易》,天津大学出版社(1997)
1. 证券法编写组,《中华人民共和国证券法应用指南》,改革出版社(1999)
1. 上海证券报专题部,《寻求证券市场大智慧》,学林出版社(1997)
1. 陈立等,《现代金融大辞典》,吉林大学出版社(1991)
1. 刘金章,《金融手册》,辽宁大学出版社(1986)

论 文 摘 要

当今金融市场中最常见的金融产品有五大类型，即利率金融产品、股权金融产品、实物金融产品、衍生金融产品和混合金融产品。其中混合金融产品最典型和最重要的代表就是可转换公司债券。它同时具有债券、股票和期权的某些特性，具有很大的灵活性，因而能够迎合更广泛的需求，所以在金融市场中很受投资人士的欢迎。

所谓可转换公司债券，是指在发行时标明发行价格、利率、偿还或转换期限，持有人有权到期赎回或按规定的期限和价格将其转换为普通股票的债务性证券。1998年8月3日至8月7日，南宁化工可转换公司债券在上海证券交易所上网定价发行，标志着国内转券试点工作进入了实质性启动阶段，我国资本市场正式添加了新的品种——可转换公司债券。

纵观我国金融市场的发展历程，每一种新产品的引进、发行、上市都伴随着巨大的市场风险，这主要是由于投资者对新产品缺少足够的了解，在投资过程中存在着较大的盲目性，从而导致投资收益的大起大落，进而影响到证券市场和社会的稳定。从当年的国债、股票（正股和认购证）、转券、商品期货和国债期货，直至96年的附息国债等等，一一历数，几乎无一不是如此。因此，在当前试点工作正式启动的时刻，对可转换公司债券投资价值的深入研究对于我国证券市场的健康发展和培育正确的投资理念有着特殊重要的意义。

本文运用个别到一般、定性到定量、理论与实际相结合的研究方法，以贴现现金流模型为基础对可转换公司债券进行价值分析，并结合中国证券市场的特殊性进行定量分析与现实思考。全文共分四部分。

第一部分介绍了可转换公司债券及其发展、现状与引入转券的意义。从30年代可转换公司债券面世以来，经过半个多世纪的发展，可转换公司债券目前已成为国际资本市场上的一种重要的中长期混合型金融工具。在当前引入转券，不论对我国证券市场、企业或投资者而言都有着重要意义。

第二部分分析了可转换公司债券的主要特征与基本要素，揭示了可转换公司债券不同于股票、债券的特殊价值。可转换公司债券是介于股票与债券之间的一种混合型金融工具，通过各种条款的设计可满足多方的需求，具有很大的灵活性，在这一部分中对这一灵活性给发行人与投资者带来的特殊价值进行了详尽分析。

第三部分在第二部分的基础上，通过对可转换公司债券的投资价值与风险的研究，创立了可转换公司债券价值分析的一般模型。由于赎回条款和回售条款使可转换公司债券进一步具有保护发行公司利益和投资者利益的功能，对可转换公司债券的投资价值具有较大的影响，因此在这一部分中特别深入探讨了转券的赎回条款和回售条款。

第四部分则是结合我国实际的现实思考。较短的发展时间和有中国特色的社会主义市场经济制度决定了我国资本市场必然具有与众不同的特殊性，而这种特殊性对转券又会有怎样的影响呢？在这一部分中，笔者总结了宝安转券的失败教训，运用前述模型定量研究了南化转券的投资价值，并在深入分析两只转券的基础上提炼出目前我国可转换公司债券试点的特殊性，最后，针对这一特殊性所带来的额外风险提出了降低风险的制度设计意见。

关键词：可转换债券 投资分析 定价

后 记

值此论文竣笔之际，回想三年来的点点滴滴，不禁感慨万千。

首先应感谢我的导师郑鸣副教授。本论文的完成首先应归功于您的悉心指导。三年的时间内，您不仅在学业上给我指点迷津，在生活上也给了我巨大的帮助。在您的安排下，我在完成学业的同时较多地参与了社会实践，这对我知识结构的完善和将来参加工作都有重要意义。您的言传身教将使我受益终身。

感谢财金系的领导们，是你们给我营造了良好的学习环境，使我顺利完成学业，你们公以忘私的精神值得我学习。

感谢财金系的老师们，是你们传授我知识，使我走进经济学的殿堂。你们诲人不倦的精神和严谨治学的态度给我留下了深刻的印象。

感谢我的同学们，与你们相处的三年时光给我留下了美好的回忆。

最后，感谢评阅我的论文的老师 and 答辩委员会的全体成员们，感谢你们在百忙之中参与我的答辩，我诚心期待着你们的批评指正。

何 旭 晖

1999 年 4 月

于厦大凌云楼

我国可转换公司债券价值分析与现实思考

研究生：何旭晖 指导教师：郑鸣副教授

当今金融市场中最常见的金融产品有五大类型，即利率金融产品、股权金融产品、实物金融产品、衍生金融产品和混合金融产品。其中混合金融产品最典型和最重要的代表就是可转换公司债券。它同时具有债券、股票和期权的某些特性，具有很大的灵活性，因而能够迎合更广泛的需求，所以在金融市场中很受投资人士的欢迎。

所谓可转换公司债券，是指在发行时标明发行价格、利率、偿还或转换期限，持有人有权到期赎回或按规定的期限和价格将其转换为普通股票的债务性证券。1998年8月3日至8月7日，南宁化工可转换公司债券在上海证券交易所上网定价发行，标志着国内转券试点工作进入了实质性启动阶段，我国资本市场正式添加了新的品种——可转换公司债券。

纵观我国金融市场的发展历程，每一种新产品的引进、发行、上市都伴随着巨大的市场风险，这主要是由于投资者对新产品缺少足够的了解，在投资过程中存在着较大的盲目性，从而导致投资收益的大起大落，进而影响到证券市场和社会的稳定。从当年的国债、股票（正股和认购证）、转券、商品期货和国债期货，直至96年的附息国债等等，一一历数，几乎无一不是如此。因此，在当前试点工作正式启动的时刻，对可转换公司债券投资价值的深入研究对于我国证券市场的健康发展和培育正确的投资理念有着特殊重要的意义。

本文运用个别到一般、定性到定量、理论与实际相结合的研究方法，以贴现现金流模型为基础对可转换公司债券进行价值分析，并结合中国证券市场的特殊性进行定量分析与现实思考。全文共分四部分。

第一部分介绍了可转换公司债券及其发展、现状与引入转券的意义。从30年代可转换公司债券面世以来，经过半个多世纪的发展，可转换公司债券目前已成为国际资本市场上的一种重要的中长期混合型金融工具。在当前引入转券，不论对我国证券市场、企业或投资者而言都有着重要意义。

第二部分分析了可转换公司债券的主要特征与基本要素，揭示了可转换公司债券不同于股票、债券的特殊价值。可转换公司债券是介于股票与债券之间的一种混合型金融工具，通过各种条款的设计可满足多方的需求，具有很大的灵活性，在这一部分中对这一灵活性给发行人与投资者带来的特殊价值进行了详尽分析。

第三部分在第二部分的基础上，通过对可转换公司债券的投资价值与风险的研究，创立了可转换公司债券价值分析的一般模型。由于赎回条款和回售条款使可转换公司债券进一步具有保护发行公司利益和投资者利益的功能，对可转换公司债券的投资价值具有较大的影响，因此在这一部分中特别深入探讨了转券的赎回条款和回售条款。

第四部分则是结合我国实际的现实思考。较短的发展时间和有中国特色的社会主义市场经济制度决定了我国资本市场必然具有与众不同的特殊性，而这种特殊性对转券又会有怎样的影响呢？在这一部分中，笔者总结了宝安转券的失败教训，运用前述模型定量研究了南化转券的投资价值，并在深入分析两只转券的基础上提炼出目前我国可转换公司债券试点的特殊性，最后，针对这一特殊性所带来的额外风险提出了降低风险的制度设计意见。

关键词：可转换债券 投资分析 定价

I、我国资本市场的新品种 可转换公司债券

当今金融市场中最常见的金融产品有五大类型，即利率金融产品、股权金融产品、实物金融产品、衍生金融产品和混合金融产品。从金融工程的角度来看，设计任何一种金融产品，无非是构造一种风险收益关系，区别只是各种金融产品的风险收益关系具有不同的特性，也正是这些不同的特性，满足了金融市场中各种不同的投资需求。相比之下，混合金融产品能够同时吸收不同金融产品的特点，具有很大的灵活性，因而能够迎合更广泛的需求，所以在金融市场中很受投资人士的欢迎。而混合金融产品中最为典型和最重要的代表就是可转换公司债券。它同时具有债券、股票和期权的某些特性。

一、可转换公司债券及其产生与发展

关于可转换公司债券的定义，目前理论界主要有以下几种看法：

威廉·F·夏普（美）等人认为：“可转换公司债券是可根据债券持有人的选择换成其他类型证券（通常是普通股票）的债券”（《投资学》（上），人民大学出版社（1998），P276）；

陈立等人认为：“有的公司债券持有人有权按一定价格把它转换为该公司的股票，称为可转换公司债券”（《现代金融大词典》，吉林大学出版社（1991），P393）；

刘金章认为：“可转换公司债券是在一定条件下可转换成一定数量的普通股票的债券”（《金融手册》，辽宁大学出版社（1986），P522）；

马忠智等人认为：“所谓可转换公司债券，是指在发行时标明发行价格、利率、偿还或转换期限，持有人有权到期赎回或按规定的期限和价格将其转换为普通股票的债务性证券”（《可转换公司债券发行与交易实务》，人民出版社（1996），P2）。

上述几种定义的共同点在于：第一、可转换公司债券是一种债券；第二、可转换公司债券可以转换成股票。它们的不同点则集中在：第一、可转换公司债券是否只能转换成普通股；第二、可转换公司债券是否只能转换成发行公司自身的股票。

对于第一点不同，笔者以为，在大多数情况下可转换公司债券确实是转换成普通股，这是由普通股相对优先股较大的增值潜力所决定的，但绝不意味着只能转换成普通股。事实上，美国 GENERAL SIGNAL 公司 1990 年发行的可转换公司债券就有部分是转换成优先股的。至于第二点不同，从理论上说，由于可转换公司债券的转换权是吸引投资者的重要筹码，因此转换成何种基准股票，应以市场的接受程度为准则，而不一定局限在发行公司。在实践操作中也是如此，基准股票既可能是别的公司的股票（如恒基兆业发行以恒基中国为基准股票的可转换公司债券），也可以是发行公司的不同形式的股票（如中国纺织机械有限公司 1993 年发行的 B 股可转换公司债券）。

综上所述，可转换公司债券是在普通公司债券上附加一个转换条款，持有人有权依据该条

款按规定的期限和价格将其转换成股票。

可转换公司债券的产生是由债券与股票的差别及债券的局限性决定的。与股票相比，债券作为公司债务的一部分，其持有人拥有公司破产时优先于股票的偿还权，因而较为安全，但在另一方面，持有债券只能获得固定的利息报酬，无法分享公司经营业绩提高带来的实际利益（如股票价格上升，公司增发红利）；对发行公司而言，不论经营情况如何都必须到期支付利息，这极大地束缚了公司经营的灵活性，同时负债率的上升也不利于公司财务结构的稳健。

正是由于债券的这样一种局限，投资银行专家在发行公司信用债券时，附上一个转换成普通股票的条款，就此产生一个新的金融工具——可转换公司债券。

最早的可转换公司债券可以追溯到 30 年代中期美国商业银行发行的可转换资本债券。当时在经历了第一次世界经济大危机之后，商业信誉有所下降，人们对投资股票心有余悸，商业银行为了补充资本，率先发行了资本债券。随着经济的复苏，银行需要保持资本的稳定性，就将已发行的债券转换为股本。这种作法既满足了银行灵活经营和稳定资本的需要，又满足了人们随经济复苏而复苏的投资欲望。许多公司纷纷效仿，发行可转换公司债券也成为公司筹集资金和扩张资本的灵活手段。到了本世纪六七十年代，由于欧美等国利率不断趋于上扬，一些公司为应付其所面临的日趋高攀的资金成本，再次青睐于可转换公司债券筹资。目前可转换公司债券已成为国际资本市场上的一种重要的中长期混合型金融工具。从 1992 年至 1995 年，全球可转换公司债券市场的发行规模已达 800 亿美元（参见表 1）。

表 1：1986~1995 年全球可转换公司债券市场发行总额一览
（单位：百万美元）

| 年 份 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|-----|------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| 发行额 | 6024 | 13242 | 6082 | 16237 | 10093 | 10135 | 5975 | 23950 | 25170 | 18335 |

资料来源：转引自《可转换公司债券发行与交易实务》，马忠智等编，人民出版社（1996），P222

可转换公司债券在国际资本市场的这一重要地位可以说是由它自身的特点所决定的一种必然。它作为一种混合型金融工具，能够利用转换、赎回、回售等各种条款，针对当时的市场状况进行设计，在最大程度上满足市场需求，必然拥有广大的市场。

二、我国资本市场可转换公司债券的现状

可转换公司债券进入我国资本市场的时间较晚，直到 90 年代，我国的企业才逐渐开始尝试运用可转换公司债券来拓展资金来源渠道，解决资金短缺的问题。从 1991 年 8 月起，先后有琼能源、成都工益、深宝安、中纺机、深南玻、粤电力等企业在境内外发行了可转换公司债券（参见表 2）。由于制度方面的原因，也由于发行人、投资者对可转换公司债券特性认识的不同，这些转券的发行大多是不很成功的，这也引起了理论界的重视。1996 年 4 月 6 日，国务院证券委员会第六次会议提出了选择一些有条件的上市公司进行可转换公司债券的发行试点；1997 年 3 月 25 日，国务院证券委员会发布了《可转换公司债券管理暂行办法》，经过

一年多的紧张筹划，南宁化工可转换公司债券于 1998 年 8 月 3 日至 8 月 7 日在上海证券交易
所上网定价发行，标志着国内转券试点工作进入了实质性启动阶段，我国资本市场正式添加
了新的品种——可转换公司债券。

表 2：国内企业发行可转换公司债券统计一览表

| | 发行时间 | 发行数额 | 上市地 | 票面利率 (%) | 期限 (年) | 转换价格 | 主承销商 |
|------|-----------------|----------------|--------------|------------------|-----------|---------------|--------------|
| 琼能源 | 1991 年 8 月 | 3000 万元 | 海南证券 交易中心 | 10 | 1 | ¥ 10 | 农行海南 信托 |
| 成都工益 | 1992 年 6 月 | 5922.52 万元 | — | — | — | ¥ 2.5 | — |
| 深宝安 | 1992 年 11 月 | 50000 万元 | 深圳证券 交易所 | 3 | 3 | ¥ 25 | 中银深圳 国际信托 |
| 中纺机 | 1993 年 11 月 | 3500 万 瑞士法郎 | 瑞士银行 柜台交易 | 1 | 5 | US\$0.43 | 瑞士银行 |
| 深南玻 | 1995 年 6~7 月 | 4500 万 美元 | 瑞士银行 柜台交易 | 5.25 | 5 | HK\$5.15 | 瑞士银行 |
| 粤电力 | 1993 年 下半年 | 30000 万元 | 不上市 | — | 2 | — | 南方金融 服务公司 |
| 南宁化工 | 1998 年 8 月 | 15000 万元 | 上海证券 交易所 | 1%，每年 递增 0.2% | 5 | A 股发行 价的折扣 | 光大证券 |
| 吴江丝绸 | 1998 年 9 月 | 20000 万元 | 深圳证券 交易所 | 1%，每年 递增 0.2% | 5 | A 股发行 价的折扣 | 南方证券 |

资料来源：中国证券报，1995-12-29；1998-7-30；1998-9-15

三、当前引入可转换公司债券的理论意义

我国的资本市场经过多年的努力，虽然有一定发展，但从总体上来看，仍处于一种非常粗
放的状态，缺乏应有的深度。之所以如此，其中一个极为重要的原因就是金融工具创新不够。
随着市场经济的发展，企业的融资形式和融资性要求越来越多样化，这一趋势对金融工具创
新的要求愈来愈迫切。现代经济社会金融活动的多样化趋势客观上要求金融工具必须不断创
新，单一呆板的金融工具是不可能满足日益多样化的融资需求的。而可转换公司债券是一成
熟的金融工具，它的引入对我国资本市场的深化是大有好处的。

另一方面，可转换公司债券是介于股票与债券之间的一种混合型金融工具，它是债券的一
个变体，又具有股票、期权的某些特性，转券的转换、赎回、回售等条款为在发行人与投资
者之间精确地分割风险收益关系提供了可能，同时也给发行人与投资者以额外的便利。一般
而言，能满足投资者在保值基础上寻求最大增值可能的欲望；也能满足发行人低成本融资、
稳定资本、灵活经营的需求，因此很受市场欢迎。不论是国际市场上的经验，或是我国 90 年
代以来的尝试都证明了这一点。

可以这么说，当前的可转换公司债券试点既是深化我国资本市场的必然抉择，也是我国企
业、投资者的客观需求。引入转券的重要意义主要体现在以下几个方面。

第一、对我国年轻的证券市场而言，可转换公司债券有利于激活和发展证券市场。可转换
公司债券是一种成熟的金融品种，它在我国的引入和发展，为证券市场增加了新的交易品种，

可望成为证券市场新的热点，并给证券市场带来新的活力。通过在海外发行可转换公司债券，还有助于我们了解、掌握国际证券市场的运作，加速我国证券市场与国际的接轨。可以预计，可转换公司债券在未来中国的资本市场中将发挥不可替代的重要作用。

第二、对企业而言，发行可转换公司债券有助于拓宽资金来源渠道，获得较低成本的资金，实现企业的多元化筹资。传统的依靠国家拨款和银行贷款等融资方式，由于没有形成出资人对企业经营的有效约束机制，使资金使用效率低下，不利于实现我国经济从粗放型到集约型的转变。在企业资金普遍短缺的情况下，利用可转换公司债券，可以在国际、国内资本市场上筹集到较低成本的资金。特别的，在当前股票发行实行核准制管理的条件下，能马上发行股票的企业只是少数，可转换公司债券对那些准备发行股票的企业无疑是一种很好的补充。另外，那些不能达到配股条件的企业，或因股市低迷不能进行配股的企业，也可以考虑选择可转换公司债券这一金融品种。

第三、对投资者而言，可转换公司债券可为投资者增加投资机会，更好地满足投资者以最小风险获取尽可能高收益的投资目标。另外，可转换公司债券作为一种混合金融产品，其市场化程度、风险都是比较高的。投资者通过对可转换公司债券的操作运用，可以进一步锻炼自身的投资理念，对未来开辟指数期权和其它新品种奠定良好的心理基础和技术基础。

纵观我国金融市场的发展历程，每一种新产品的引进、发行、上市都伴随着巨大的市场风险，这主要是由于投资者对新产品缺少足够的了解，在投资过程中存在着较大的盲目性，从而导致投资收益的大起大落，进而影响到证券市场和社会的稳定。从当年的国债、股票（正股和认购证）、转券、商品期货和国债期货，直至 96 年的附息国债等等，一一历数，几乎无一不是如此。新产品的投资风险是与对新产品的认识水平密切相关的。正是由于如此，在新产品刚刚上市时，常常会给正确认识该产品的投资者以惊人的回报，而给不了解该产品的投资者造成巨额亏损。在当前试点工作正式启动的时刻，对转券的深入研究有着特殊重要的意义。

II、可转换公司债券的主要特征与基本要素

公司债券是一种承诺偿还的债务凭证，它具有定期偿还本金与定期支付利息的特征，一般由面值、利率、价格、期限等要素组成。可转换公司债券作为公司债券的特殊变体，同样具有普通公司债券的特征与要素，但又有所补充、有所不同。

一、可转换公司债券的主要特征

（一）、较普通公司债券低的固定利息。

在换股之前，可转换公司债券一样产生固定利息，然而，其利息通常低于普通公司债券。作为较低利息的补偿，可转换公司债券的持有人拥有将债券转换成股票的权力。

（二）、股票买入期权。

可转换公司债券包含了一个股票的买入期权，这是可转换公司债券与普通公司债券的根本区别所在。正因为可转换公司债券包含有股票的买入期权，它的价值就在普通债券的基本价值外又多了期权价值，对投资者也就更有吸引力；同时也给发行公司提供了债权转股权的机会。发行公司在可转换公司债券的募集说明书中应详细规定投资者行使这一权利的时间、价格及相应事项，这在可转换公司债券的募集说明书中是以转换条款来体现的。

（三）、债券卖出期权。

卖出期权是投资者将可转换公司债券还给发行公司的权利。它使投资者有机会在债券到期之前，在某一指定日期将债券出售给发行人。通常是以一定溢价售出。因此，卖出期权也称为期限前回售权。这条权力对发行人与投资者均各有利弊。由于通常卖出权总以一个高于面值的价格行使，且发行公司往往希望转换成功，对回售不作太多准备，所以对发行公司来说，卖出期权的行使往往打乱公司的正常经营部署。另一方面，由于投资者拥有卖出期权而使投资受到额外保护，与没有卖出期权的转券相比，发行公司亦享有支付低息和制定较高转换价格的好处。因此，附有卖出期权或回售期权的可转换公司债券发行已为越来越多的企业所接受。值得注意的是，卖出期权保护了投资者的利益，构成投资收益率的下限，可转换公司债券的收益率与卖出收益率密切相关。

这在可转换公司债券的募集说明书中是以回售条款来体现的。

（四）、发行人赎回期权。

与投资者在债券到期之前主动将可转换公司债券回售给发行公司不同，可转换公司债券的赎回权则是指发行人在转券最终期满之前赎回债券的权力。由于发行人支付低于普通公司债券的利息，为保护投资者利益，赎回受到一定的限制，通常只会在股价大幅高于转换价格的情况下行使赎回权以迫使投资者将债券转换为股本。可转换公司债券的赎回期权一般有两种：一是硬赎回期权，即公司有权但并非一定在事先确定的时间按事先确定的价格赎回发行的可转换公司债券。如果发行公司的股票价格上升，投资者可将其债券转换为股票以收股价长期上升之利。二是软赎回期权。这种期权与它的股票表现有关，通常是当股价连续数日（一

一般为 30 天）达到事先确定超过转换价水平（一般是有效换股价的 130% ~150%）时，发行公司有权但并非一定赎回其发行的可转换公司债券。事实上，当股票价格在上述价格水平上停留 30 天以上时，很少有投资者仍不愿意将手中的债券转换为有关的股票。

这在可转换公司债券的募集说明书中是以赎回条款来体现的。由于软赎回条款加速了转换也被称为加速条款。

（五）、转换溢价。

可转换公司债券通常是以百分之百的面值销售，但其发行时确定的转换价格与发行时其基准股票价格相比通常有一个溢价比例。转换溢价是可转换公司债券所包含的期权特征的体现。它是转换价格与发行时股票价格的差，用公式表示为：

$$C_p = V - V_m \quad (\text{II} - 1)$$

其中 C_p 代表转换溢价，

V 代表转换价格。

V_m 代表发行时可转换公司债券基准股票的市场价格，

为了便于与其他可转换公司债券进行比较，将转换溢价以百分比表示，称为转换溢价率。用公式表示为：

$$C_r = C_p / V_m \quad (\text{II} - 2)$$

其中 C_r 代表转换溢价率。

转换溢价率越低，即换股价越接近债券发行时的股价，投资者尽快将债券转换为股票的可能性越大。

二、可转换公司债券的基本要素

可转换公司债券的要素设计对确保发行和转换成功起十分重要的作用。可转换公司债券通常有以下要素：

（一）、基准股票。

基准股票是可转换公司债券持有人转换时所得到的股票。该股票可能有多种形式，就我国而言，可以是 A 股、B 股、H 股等。

（二）、票面利率。

可转换公司债券的票面利率通常低于不可转换公司债券的票面利率，有时甚至低于银行利率。这是因为可转换公司债券的投资收益中，除了债券的利息收益外，还附加了股票买入期权的收益部分。一般来讲，一个设计合理的可转换公司债券其股票买入期权的收益足以弥补债券利息收益的差额。

可转换公司债券票面利率的确定，除了受一般债券利率因素的制约，还受转换价值预期水平的影响。转换价值预期较高，票面利率相应可设置较低；反之，转换价值预期较低，票面利率相应设置较高。当然，与普通债券一样，票面利率高将增大发行成本，票面利率低则增大发行风险。而且，票面利率的确定还与可转换公司债券其它条款的设计有关。发行公司

通常会根据证券市场的实际情况，确定合适的票面利率，使公司的风险和收益组合达到最优化，既有利于发行，又确保可转换公司债券的转换成功。

（三）、转换比率与转换价格。

转换比率是指一个单位的债券能转换的股票数量。转换价格是指债券发行时确定的将债券转换成基准股票应付的每股价格。转换比率与转换价格是可转换公司债券条款中相互关联的两个重要指标，是在可转换公司债券发行时所确定的，在一般情况下是固定不变的，二者之间存在以下关系：

单位可转换公司债券的面值=转换比率×转换价格

（II-3）

转换比率与转换价格是可转换公司债券的基本要素，它们意味着发行公司在可转换公司债券发行时赋予投资者一项权利，该项权利允许投资者在发行后可以按转换价格购买基准股票。当然，在可转换公司债券发行时投资者一般不会行使这种权利，因为在设计可转换公司债券时所确定的转换价格一般均高于基准股票当时的市价，二者之间存在一定的溢价比例，即前面所提到的转换溢价率，这个比例通常在 5 % 至 20 % 之间。

转换比率与转换价格的确定，直接涉及到投资者与公司现有股东之间的利益关系。转换价格定得过高会降低可转换公司债券的投资价值，从而失去对投资者的吸引力，增大发行风险。而转换价格定得过低，尽管能使可转换公司债券具有较高投资价值，从而有效地吸引投资者认购，但加大了公司股权的稀释程度，损害公司原有股东的利益。设计科学合理的转换比率与转换价格，不仅可以兼顾可转换公司债券投资者和原有股东双方的利益，有效地降低发行风险，同时还可以在一定程度上降低转换风险。转换价格通常应随着公司股票分红、送股、配股等政策的变化而相应作出调整，调整方法可见后文转换调整条件的介绍。

（四）、转换期限。

转换期限是指可转换公司债券发行公司受理债权转股权的期限。

有的转券在发行后有一段锁定期限，在这段时间内债券持有人不可以将可转换公司债券转换成公司股票。发行公司在发行后某日才受理债权转股权事宜，是不希望过早地将负债变为股权，从而过早地稀释原有股东的权益。有的转券则对此不加限制，因而此设计可以吸引更多的投资者。由于在发行时转换价格通常高于基准股票当时的市场价格，所以投资者一般不会对在可转换公司债券发行后立即行使转换权。

（五）、赎回条款。

可转换公司债券中的一个重要条件就是有关赎回的附加条件，这是为了避免市场利率下降使公司承担较高利率的风险，同时还起到迫使投资者行使转换权的作用。赎回条件分为两种类型。一种是硬赎回，即直接设定赎回起始时间和赎回价格；另一种是软赎回，即发行公司设定股价水平超过转换价格的比例和持续时间，这是为了迫使投资者行使转换权。

（六）、回售条款。

发行公司为了降低票面利率和提高转换价格，最主要的还是想方设法控制投资者的风

险，吸引投资者认购可转换公司债券，往往会设计回售条款，即在公司股价表现不佳时，赋予投资者在指定的时期内，以高于面值一定比例的回售价格，要求发行公司收回可转换公司债券的权利，回售收益率一般高于票面利率。回售条款在一定程度上保护了投资者的利益，它是投资者向发行公司转移风险的一种方式。

（七）、转换调整条件。

发行公司在发行可转换公司债券后，可能发生股利分配、对子公司或其他公司进行股权融资、重组并购等重大资本资产调整行为。这种行为如果引起公司股票名义价格下降，那就必须对转换价格进行调整。否则，在公司股票名义价格不断下跌的情况下，原定转换价格就会大大高于公司当前的股价，这将使可转换公司债券的持有者根本无法进行转换，无法达到当初发行可转换公司债券的目的，投资者和公司自身都会因此蒙受损失。因此，转换调整条件是可转换公司债券设计中至关重要的保护投资者利益的条款。

上市公司在发行可转换公司债券时附加的转换条件主要包括下列内容：

- （1）股利分配对可转换公司债券转换的影响，包括股票的分割、并股、分红或送股等；
- （2）增资扩股对可转换公司债券转换价格的影响，包括认股权证、直接发行或配售价低于转换价格或新股发行时公司股票市价的一定比例，转换价格将会自动下调；
- （3）公司及下属子公司的资产重组、融资行为、并购等导致公司股价持续下跌时，转换价格相应下调。

常见的转换价格调整通常是由于发行公司进行送股、配股或分红，此时的调整公式如下：

$$\text{股本新转换价} = \frac{(\text{原转换价} - \text{红利}) \times \text{原股本} + \text{新股价} \times \text{新增股本}}{\text{增股后的总股本}} \quad (\text{II}-4)$$

其他原因造成的调整亦可参照此公式进行。由于转换价格与转换比率之积等于债券的面值，转换价格调整后转换比率也随之进行相应的调整。

三、可转换公司债券的特殊价值

（一）、投资者的三项权益

可转换公司债券是一种极具灵活性的金融品种，与股票、普通债券相比，投资者获得了三项权益，这使可转换公司债券具有与众不同的投资价值：

（1）投资者的最低收益权。

可转换公司债券与股票最大的不同就是它具有债券的特性，即便当它失去转换意义后，它仍然会有固定的利息收入。这时，投资者以债权人的身份，可以获取固定的本金与利息收益，在有回售条款保护的情况下，投资者更可获得大大高于票面利率的回售收益率。如果实现转换，则会获得出售普通股的收入或获得股息收入。可转换公司债券对投资者具有“上不封顶，下可保底”的优点。因此，最低收益权使投资者能够在股票价格波动的市场环境中在保值的前提下获得增值的目标。

（2）投资者的转换权。

转换权是可转换公司债券的重要性质，其实质是一种选择权，是该类金融品种赋予投资者的一种无可替代的权利。一旦进入转换期，投资者就可以随时行使债券转换为股票的选择权，一旦转换为股票，投资者就改变了债权人的身份而成为公司的所有者——股东，开始分享公司的增长收益。由于在整个债券有效期内，可转换公司债券的价格与其基准股票的价格是相互影响的，从而使投资者在行使转换权时要充分考虑市场走势、时机、固定收益率、公司预期收益等因素。正是这一系列可知而又不可求的因素，使可转换公司债券为投资者提供了广阔的选择空间。

（3）投资者的回售权。

回售权是发行人为保护投资者利益、吸引更多的投资者而赋予投资者的附加权利。根据这种回售选择权，发行人承诺在某一个时间内，如果市场行情没有如期所约，投资者无法转换获利，则可按照指定利率将可转换公司债券回售与发行人。这使得投资者有更多的保护性选择权利。

（二）、对发行人的益处

从发行公司的角度看，可转换公司债券是一介于公司债券和股票之间的新的融资手段。可转换公司债券的发行和上市交易，为企业在低成本融资、改变公司资本和债务结构、推迟公司的偿债期限、吸引长期稳定的投资者等方面起着重要的作用。具体而言，可转换公司债券对于发行公司有下列几方面的有利之处：

（1）可转换公司债券使发行公司可以获取成本较低的资金，尤其是在换股之前得以以低廉费用筹得额外资金。

由于可转换公司债券附带了股票期权，作为补偿，债券票面利率一般比普通的公司债券为低。在一些资本市场发达的国家，可转换公司债券的利率一般比同类不可转换债券低 20%。而且，投资者对该可转换公司债券价值预期越高，利率水平可相应更低。这样，公司在可转换公司债券发行后至转换前，可获得低成本资金。

此外，当上市公司的股价与公司盈利水平或预期的收益水平相比相对偏低时，公司的一般筹资决策是暂延发行任何证券而待公司股票价格上涨后再予发行，但如果公司因项目经营所迫不得不增发证券融资时，发行可转换公司债券无疑是一种明智的筹资决策。因此，对于那些业绩良好，有很好的经营项目，而股价又偏低的公司，发行可转换公司债券具有更多的便利条件。尤其那些处于成长期的企业，更可利用自己股票的吸引力，通过发行可转换公司债券，大幅降低资本成本，使公司获得更多的廉价资本供给。

（2）可转换公司债券使发行公司可以获取长期稳定的资本供给。

公司债券通常都有到期日，而股票是没有期限的。而具有到期日的可转换公司债券却可以转换为没有到期日的普通股，可转换公司债券转换后，该笔债务因转为股权而消失或减少，股权资本增加，固定偿还的债务本金转为永久性的资本投入，降低了公司债务比例。因而，可转换公司债券的发行能为公司提供长期、稳定的资本供给。可转换公司债券是延期的股权

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库